

The logo for 'planner' is displayed in a white, lowercase, sans-serif font. To the right of the text is a stylized icon consisting of two vertical bars of varying heights, connected at the top by a curved line, resembling a double 'N' or a stylized 'P'.

planner 

Planner Redwood Asset Management

COMENTÁRIO MENSAL

JULHO 2016

## Comentário Mensal da Gestão / JULHO 2016

### Agenda

- Introdução
- Atividade Econômica
- Política Fiscal
- Conjuntura Internacional
- Juros
- Câmbio
- Bolsa



O presente relatório e qualquer informação aqui contida têm propósito exclusivamente informativo, não constituindo recomendação de investimento, oferta ou solicitação de aquisição ou venda de qualquer instrumento financeiro. As informações, opiniões, estimativas e projeções referem-se à data presente e estão sujeitas a mudanças como resultado de alterações nas condições de mercado, sem aviso prévio. As informações utilizadas neste relatório foram obtidas de fontes públicas, que acreditamos confiáveis e de boa fé. Contudo, não foram independentemente conferidas e, nenhuma garantia, expressa ou implícita, é dada sobre sua exatidão. Mesmo tendo tomado todas as precauções para assegurar que as informações aqui contidas não sejam falsas ou enganosas, a Planner Redwood Asset Management não se responsabiliza pela sua exatidão ou abrangência.



*Epígrafe do mês...a pretexto do momento que vivemos.*

*“One of the greatest pieces of economic wisdom is to know what you do not know.”*

*“Um dos maiores fundamentos da sabedoria econômica é saber o que você não sabe.”*

*(Tradução Livre)*

*John Kenneth Galbraith – economista americano*

## Introdução

Finalmente é chegada a hora da Olimpíada e todos os olhos do mundo deveriam estar direcionados para o Rio de Janeiro. Não por menos, é um evento de enorme envergadura quando o país esperava estar na mídia mundial por pelo menos duas semanas capitalizando ao máximo este momento ímpar. Infelizmente não será bem assim. Obviamente o planeta estará assistindo à tudo, mas existem outros acontecimentos importantes a desviar o foco esperado, tais como as eleições nos EUA e o terrorismo que se espalha pelo mundo com frequência cada vez maior.

Afora o legado (discutível sob vários ângulos) da Olimpíada, os olhos dos potenciais investidores para o Brasil estarão acompanhando uma realidade política, econômica e social, cujo brilho dos jogos não são suficientes para encobrir, e menos ainda, reverter. O desejo maior era que o Brasil tivesse chegado em situação bastante diferente neste momento. Sob perspectiva econômica, o Governo Interino não “inicia” até a saída da Presidente afastada Dilma, colocando em cheque uma janela de oportunidade fenomenal. A realidade mostra não somente uma situação de profundos desequilíbrios, e com ela o forçoso reconhecimento da sabedoria econômica a que John Kenneth Galbraith se referia (que abre este Relatório). A boa notícia é: reconhece-se o que não se sabe, mas dispõe-se de equipe com competência e vontade de vencer...não se trata por certo de uma corrida de 100m rasos, mas de uma Maratona que sairemos vencedores e todos que apostarem no Brasil.

No mundo, os reflexos (ainda que momentaneamente menores) do *Brexit* – a saída do Reino Unido da União Europeia –, começam a aparecer, a China decide injetar quase USD 100 Bilhões como forma de intensificar os esforços para estimular o crescimento econômico e o Japão “vacila” na linha de política econômica a adotar. Nos EUA, o FED (Banco Central Americano) espera ansiosamente pelo Relatório de Emprego a ser divulgado nos próximos dias e, com ele (caso venha desalinhado às expectativas), juntar o “pífio” desempenho da economia americana no 2º TRI e justificar eventuais aumentos de juros somente em 2017. Curiosamente, todos estes fatos são, direta ou indiretamente, benéficos para o Brasil.

Neste ambiente, os *Treasuries* dos EUA fecharam o mês em 1,458%. S&P variou 3,56%, NIKKEI fechou em 6,388%, DAX com 6,79% e FTSE 4,01%. O Ibovespa terminou o mês em 11,22% e o IBrX em 11,31%. Máximas para DIF17 em 13,985% e DIF21 em 12,30%. NTN-B 2050 terminou o mês em 5,79%, e o Dólar (Ptax venda) a R\$ 3,2390.

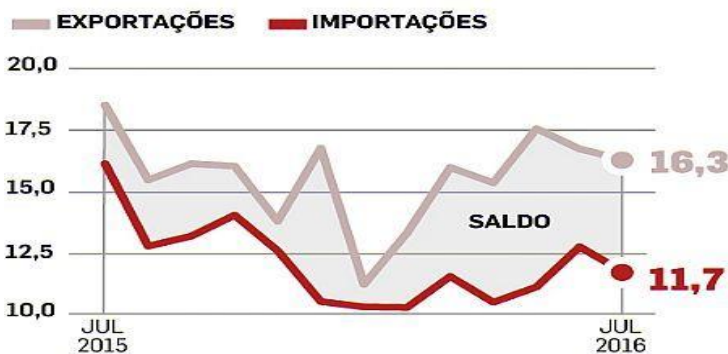


## Atividade Econômica

### BOM RESULTADO

#### ● Balança comercial do Brasil

EM BILHÕES DE DÓLARES



FONTE: MINISTÉRIO DO DESENVOLVIMENTO INFOGRÁFICO/ESTADÃO

Os eventuais efeitos de uma mudança de política econômica são defasados, sobretudo quando se compara aos reflexos no mercado financeiro e na percepção dos agentes. Assim, antes do fato vem a expectativa que, por sua vez, se for atendida, retroalimenta-se e inicia-se um possível ciclo virtuoso – assim funciona. O índice de confiança melhorou no último mês, em especial entre os micro e pequenos empresários do setor de varejo e de serviços. Não foi muito, mas sinaliza um sentimento de possível melhora, já que as condições gerais da economia e os impactos neste setor pioraram no último semestre.

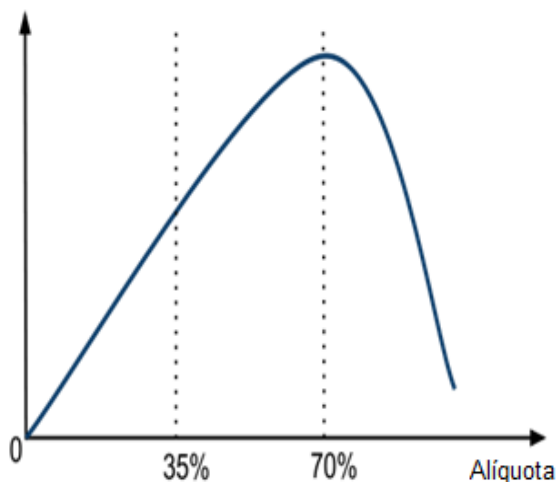
A Balança Comercial, conforme mostra o gráfico ao lado, continua dando um “show”. O saldo de Transações Correntes agradece...mas não nos enganemos, este resultado advém fundamentalmente da redução das importações. Uma análise mais detalhada mostra que a brutal recessão que passamos derrubou a Renda (inclusive a nominal recentemente) e conseqüentemente o consumo, e a enorme desvalorização cambial (notadamente em 2015) – este último ainda por efeitos defasados –, concorreram para este desempenho. Problemas? Esta situação não deve continuar, e a dinâmica da Balança Comercial como sustentáculo para ajuste da economia e retomada da atividade econômica vai arrefecer. Entretanto, há

males que vem para o bem e suplantam esta situação no médio-longo prazos. As razões dessa possível reversão serão (i) a saída definitiva da Presidente Dilma e a confirmação da atual equipe econômica do Governo Interino trazendo percepção de risco-país menor e com ele mais investimentos e, (ii) economias desenvolvidas com taxas de juros negativas fomentam apetite ao risco. Cá estamos nós com bela relação risco e retorno! Nessa esteira, ainda dois efeitos são esperados: aumento na Formação Bruta de Capital Físico, e o alerta que “ganhos” de competitividade via câmbio é uma falácia.

Mais uma vez, as defasagens incomodam...o nível de desemprego demorará a melhorar mesmo com algum arrefecimento da crise. Mas toda jornada começa com o primeiro passo, que já foi dado. O que se espera é que não haja frustração exagerada das expectativas, pois só assim se engata um novo ciclo. Neste sentido, projeções de PIB muito melhores para 2016 e sobretudo para 2017 afloram a todo instante, mas não nos parecem verossímeis por hora. Em nossa opinião, muito ainda falta a ser feito para se poder vislumbrar as projeções tão benignas como tem sido fartamente publicadas por Instituições de renome. Certamente a história nos mostra ser possível grandes reversões (como de 2009 para 2010), e também é certo que a economia brasileira tem flexibilidade para tanto, porém a realidade que se apresenta atualmente difere muito daquela no passado. A reconstrução do país será como uma corrida com barreiras do tamanho de uma Maratona, mas com revezamento de equipes (econômicas) de mesma qualidade.

## Política Fiscal

Receita Fiscal



Reiteradamente abordamos aqui que o fundamental na Política Fiscal é a sustentabilidade da trajetória da dívida, sendo certo que a isso se chega pelo eficiente gerenciamento de receitas e despesas. Mas o crescimento da relação Dívida/PIB, bem como sua velocidade controlada não diminuem a importância do nível que se encontra. Neste sentido, as alternativas que vem sendo apresentadas parecem por um lado aquém do necessário (controle de despesas com indexação – talvez possível para o momento) e em outro um provável “não-evento” com presumível impactos de segunda ordem (aumento de impostos). Dos “planos” existentes, tudo indica que no final teremos um só como um *mix* de todos, ou seja, com redução de despesas, aumento de privatizações e concessões, **E** aumento de impostos.

Se as despesas não podem ser mantidas de forma nominal (isto é, sem reajustes) seja por qual motivo for, vamos ter em mente que este Teto máximo da dívida pode não ser o adequado diante da dinâmica de reajuste dos preços. Depois, aumentos de privatizações e concessões são muito bem-vindos, mas o *timing* para que aconteça é, e sempre foi, um complicador enorme no Brasil. Porém, se a primeira e mais importante ação (corte/controla de despesas) pode não ser suficiente e a segunda (privatizações/concessões) demasiadamente morosa, pior ainda pode ser o aumento de impostos.

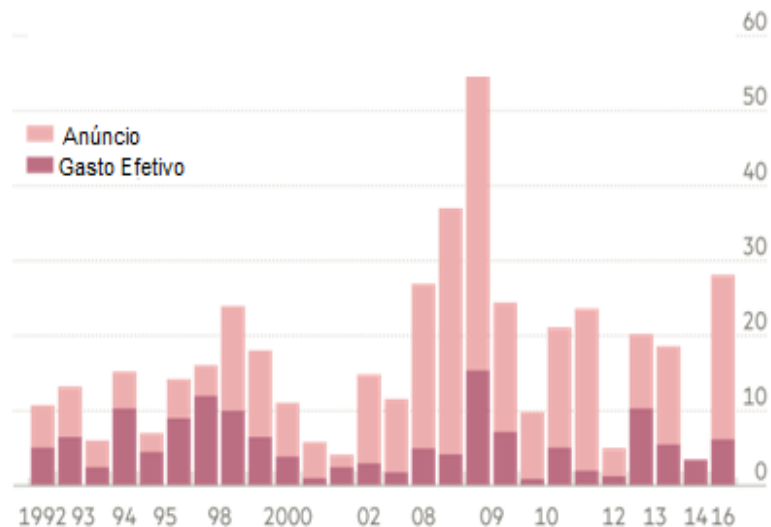
O senso comum foi brilhantemente formalizado no que se conhece como Curva de Laffer (leva o nome do economista que formulou a teoria), onde esta representa uma relação entre o valor arrecadado com imposto em diferentes alíquotas – traduz, em essência, o conceito de “elasticidade da receita taxável”. A genialidade da proposta não está tanto na avaliação de que uma alíquota de 0% ou 100% não geram nenhuma receita tributária (a primeira hipótese pela aplicação da alíquota e a segunda por razões óbvias de desincentivo à produção ou sonegação), mas no fato que deve existir uma alíquota entre 0% e 100% que maximize a arrecadação tributária. Em outras palavras, aumentar receitas a partir de determinado ponto pode ser prejudicial à arrecadação. O gráfico mostra esta relação.

O assunto é controverso, difere bastante de economia para economia e também intertemporalmente, e se torna ainda mais interessante porque a incidência dos tributos recaem de forma distinta para fornecedores e compradores. Esta avaliação mais detalhada leva em conta a elasticidade/inelasticidade das curvas de demanda e oferta, sob análise da variação de preço e quantidades. No final, o que importa é a arrecadação tributária ótima, e é isso que o Governo precisa ter em conta. Será que já chegamos no limite ótimo de arrecadação? E se não ainda, vale a pena aumentar tributos (mesmo que de forma momentânea) e assumir todos os demais efeitos nefastos?

Talvez aumentar tributos seja como usar anabolizantes para ficar mais forte e conseguirmos levantar mais pesos no halterofilismo...além de injusto (proibido no esporte) as consequências na saúde (do atleta e da economia) podem ser fatais.

# Conjuntura Internacional

Estímulos Japonês: Realizado versus Anunciado  
Tamanho do Pacote Fiscal (¥ tri)



Fonte: Financial Times ([www.ft.com](http://www.ft.com))

Uma rápida avaliação dos PMIs Industriais nas principais economias do mundo mostram que os índices recuaram na Alemanha, no Reino Unido e na Zona do Euro, enquanto na França o indicador subiu. Japão e Índia também registraram aumentos em seus PMIs Industriais, e na China as informações são conflitantes para o mesmo indicador (“justifica-se” pela diferente metodologia). Qual o entendimento? Nenhum. Está tudo muito confuso mundialmente falando, e as economias tentam se ajustar equilibrando-se nas políticas que são apresentadas e, por vezes implementadas, em seus países.

No Japão, mais uma vez se anuncia um pacote fiscal para tentar revitalizar a economia japonesa, mas o quadro ao lado mostra claramente como tem sido o tamanho do estímulo anunciado e o que de fato acontece. Desta vez não parece que será diferente, pois o volume anunciado terá muito pouco impacto no ano de 2016. O que isso significa? No curtíssimo e curto prazo um bocado de chacoalho no mercado financeiro (sobretudo japonês), mas no curto e médio prazos pode significar que o BOJ (Banco do Japão) fará nova rodada de estímulos (ao menos novos anúncios) ou simplesmente jogará a toalha e aceitará que os desejados ajustes macro somente virão com o tempo e medidas menos heterodoxas e intrusivas.

Na China, por outro lado, a turma não perde tempo e parece mais convicta da política a se implementar. O PBoC (Banco do Povo da China) injetou um combinado de 626,7 bilhões de Yuans (USD 94,4 bilhões) de liquidez no sistema financeiro, por meio de suas linhas de crédito. Para quem reconhece que os níveis de crescimento chinês tem tudo para recuar para 3% a 4%, qualquer medida para intensificar os esforços para estimular o crescimento econômico parece adequado. Ledo engano. A fatura virá e o desastre em uma economia do tamanho da chinesa impactará tudo e a todos.

Nos EUA, a postura do FED (Banco Central Americano) nos últimos anos (exceto recente e pequeno aumento) tem sido de postergar a normalização de sua Política Monetária reunião após reunião e, com o “decepcionante” desempenho da economia do 2º TRI/16 e um eventual Relatório de Emprego ruim no início de Agosto será o sinal inequívoco de suspensão definitiva de qualquer expectativa de aumento de suas taxas de juros...ficará para 2017...talvez mais adiante. Quer saber mais? Tem gente séria retomando a “teoria de estagnação secular”. Oops! Aumento de juros somente em 2117!

Não existe paralelo ou similaridade da Conjuntura Internacional com qualquer modalidade Olímpica. Os jogos tem regras e duram apenas 2 semanas.

## Mercados - Juros

A austeridade fiscal está cada vez mais intimamente ligada à Política Monetária conduzida pelo BACEN. Entretanto, o difícil momento político tem imposto ao Presidente Interino concessões que distanciam do equilíbrio fiscal necessário, e atrapalham a condução da autoridade monetária. Com mandato-foco restabelecido de perseguir a meta de inflação já em 2017, a ambivalência recentemente vista pelas decisões do Presidente Interino mina o devido esforço conjunto Fiscal-Monetário e pode antecipar o fim do jogo da credibilidade Mercado-Governo.

Assim, alinhado ao consenso do mercado, a primeira reunião do COPOM sob o comando do Presidente Ilan Goldfajn manteve a taxa Selic em 14,25% a.a.. O Presidente do BACEN entende não somente a realidade e as necessidades do país, como também sabe como melhor conduzir e otimizar a Política Monetária sob Regime de Metas de Inflação.

Neste sentido, o Presidente do BACEN reconhece a importância da comunicação entre os banqueiros centrais e a sociedade e por isso alterou o formato do comunicado que acompanha a decisão do COPOM, tornando-o parecido, no tamanho e no conteúdo, com o que é divulgado pelo FED após as decisões de Política Monetária. Já a ata trouxe um português mais acessível, explicações mais simples e tamanho menor. O mercado gostou da nova comunicação do BACEN. No balanço de riscos apresentado, o BACEN deu um recado claro: irá esperar para ver efetiva convergência da inflação para a meta de 4,5% até o fim do ano que vem. Se as ações e propostas esperadas de ajuste fiscal vierem logo (limite seria momento posterior imediato à saída da Presidente Dilma) e as expectativas inflacionárias cederem mais, a Política Monetária poderá ser afrouxada e o BACEN terá espaço para cortar a SELIC a fim de estimular uma recuperação mais rápida da combatida economia brasileira.

Ao manter a Selic em 14,25%a.a., o Brasil detém os juros básicos nominais mais elevados entre os maiores mercados emergentes e uma taxa real cada vez mais atrativa para o investidor. Na Rússia, os juros básicos estão em 10,5%, enquanto que na Colômbia e na Turquia, a taxa é de 7,5% e na África do Sul em 7%. Do lado oposto, espera-se que os Banco Centrais de países desenvolvidos, em particular o da Inglaterra, o do Japão e o da Zona do Euro, adotem estímulos, via injeção de recursos ou corte de juros. De forma geral, uma postura monetária acomodatória (juro negativo ou próximo de zero) nos países ricos vai perdurar por mais tempo, levando os investidores internacionais a migrarem seus recursos em busca de taxas de retorno mais vantajosas, beneficiando os países com juros elevados. O Brasil é, sem dúvida, um desses países que poderá receber forte fluxo de capital externo, notadamente se o risco país cair...bem, voltamos ao problema “circular”...o Fiscal auxiliando o Monetário.

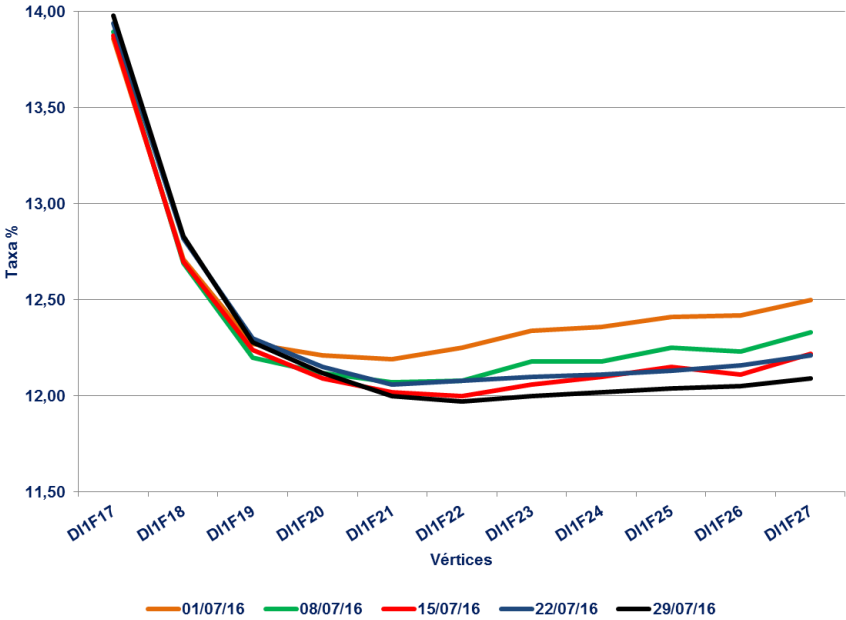
No consolidado do mês, a curva de juro futura refletiu a comunicação do BACEN em relação a taxa SELIC. Os juros de curtíssimo prazo se elevaram, com a perspectiva de postergação do início da queda da taxa básica, e os contratos de prazos mais longos reduziram os prêmios. Movimento similar ocorreu na curva de cupom de IPCA.

A modalidade para o BACEN com sua Política Monetária é o Tiro ao Alvo com pistolas de extrema precisão...a turma da Política Fiscal também gosta do Tiro ao Alvo, mas infelizmente ainda não trocou sua arma e utiliza cartucheira.

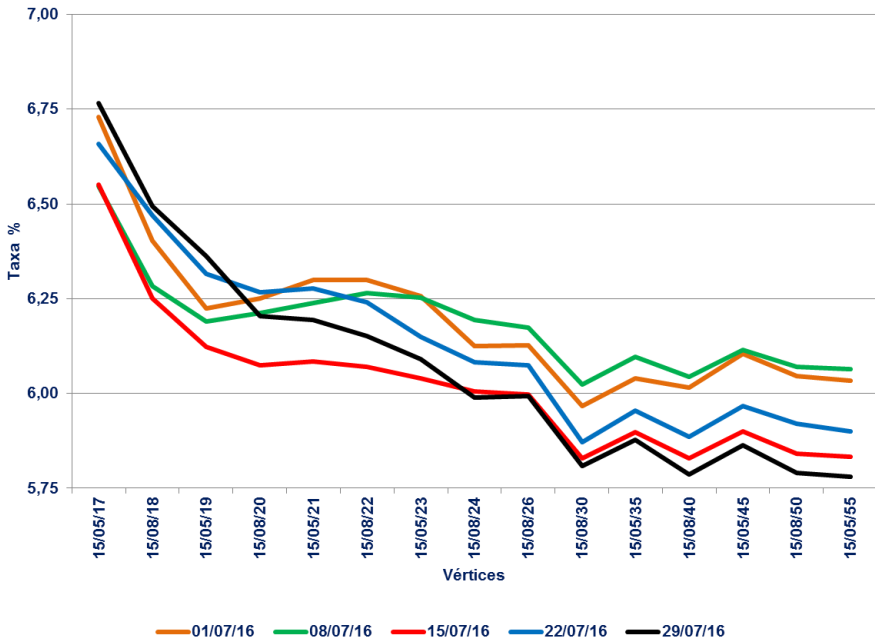


# Mercados – Juros (curvas semanais)

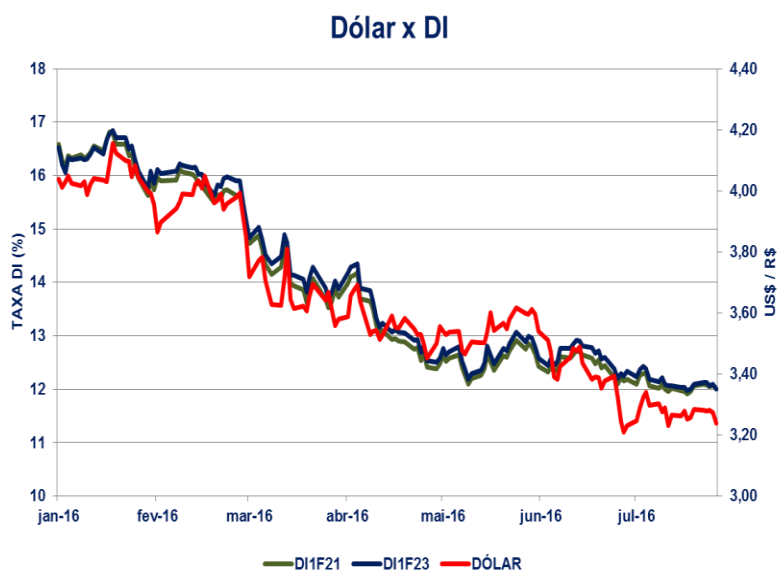
### Gráficos ETTJ



### Cupons (NTN-Bs)



## Mercados - Câmbio



A desaceleração do Dólar frente ao Real ocorrida no último pregão do mês, após a divulgação da primeira prévia do Produto Interno Bruto (PIB) americano referente ao segundo trimestre, não foi suficiente para anular o movimento de desvalorização do Real ao longo do mês. O “baixo” crescimento do PIB dos EUA, desalinhado das expectativas dos economistas, promoveu a ampla reavaliação do mercado quanto ao timing da alta da taxa de juros pelo FED, parecendo ficar mais distante e contribuindo para a valorização das moedas dos emergentes.

Comparativamente aos meses anteriores, a oscilação da moeda foi moderada, houve queda da volatilidade e mudança de patamar no preço de negociação do Dólar. A volatilidade histórica de 14 dias caiu de cerca de 21% ao ano no começo do mês para algo em torno de 12% no final do mês. A redução da volatilidade levou investidores e empresas a aumentar a procura pelo mercado de opções para montar posições em câmbio, seja para *hedge* cambial ou para aposta no mercado. Quanto menor a volatilidade, menor o custo do prêmio.

Alguns *players* de mercado apostam que o Dólar chegue em R\$ 3,00 no próximo ano, após a conclusão do *impeachment* e a aprovação de algumas reformas. Essa projeção está em linha com as da Planner Redwood. A definição do cenário político e o avanço nas questões fiscais devem trazer um fluxo maior de investidores estrangeiros para o país e, com oferta maior de Dólares, impulso adicional a provável redução de sua cotação.

O Real mais apreciado contribuiu para a queda da inflação ao diminuir a pressão sobre os preços dos importados, principalmente insumos. Inflação ancorada, juros futuros caem e com eles os ativos correlacionados. As novas projeções para o Real, fruto da atual Política Econômica e percepção de risco país, somado a comunicação do BACEN, resultaram na redução dos juros de longo prazo conforme demonstrado no gráfico (observa-se a forte correlação entre esses ativos).

O BACEN manteve as *doses homeopáticas* de leilões de *swap* reverso, retirando do mercado no mês o equivalente a USD 9,5 bilhões. Não obstante a competência da equipe do BACEN, a questão da Política Cambial é um fator que “arranha” o perfil que se apresenta, muito embora (justiça seja feita) foi muito claramente dito que intervenções seriam pontuais e específicas. Desta forma, o provável e esperado é que o BACEN continue com o *swap* reverso para reduzir/zerar o estoque de *swap* cambial tradicional. Depois disso, chega de intervenções.

Deixe a bola rolar!

## Mercados - Bolsa

A forte alta do Ibovespa para ganhos nominais superior a 30% no ano torna a aplicação em ações potencialmente mais arriscada, sobretudo quando analisada pelos fundamentos da economia e os impactos da economia real de forma consistente no mundo financeiro. Alguns analistas acreditam que há mais espaço para alta, basta a confirmação do *impeachment* da presidente Dilma Rousseff. Difícil prever! Afinal pelo critério do múltiplo preço/lucro (P/L, que indica em quanto tempo o investidor pode, em tese, reaver o capital investido) o Ibovespa está acima da média histórica.

A aparente calma externa (no mercado financeiro, o mesmo não se pode falar em relação aos atentados terroristas) possibilitou um fluxo abundante de recursos para ativos de economias em desenvolvimento. Em meio a taxas de juros negativas em mercados importantes como Europa, Japão e Reino Unido, os investidores globais ficaram mais propensos à tomada de risco para obter melhor retorno. As bolsas mundiais estão em alta mesmo num cenário de baixo crescimento. No fluxo externo direcionado para o Brasil prevalecem investidores de curto prazo, mas espera-se que com a confirmação do *impeachment* os recursos tenham um perfil de mais longo prazo.

Os números internos demonstram um leve movimento de reversão. A confiança dos empresários parece estar no caminho ascendente, possível indicativo que o setor está saindo do fundo do poço. A produção industrial de junho cresceu 1,1%, o melhor resultado para o mês desde 2013. Bom, mas longe do ideal. Apesar da melhora na margem da capacidade ociosa, de acordo com a CNI (Confederação Nacional da Indústria), 40% das máquinas e equipamentos estão parados aumentando o custo de produção e contribuindo para o desemprego. Por fim, a inadimplência corporativa e os pedidos de recuperação judicial são crescentes. O caminho da recuperação é longo e demorado – trata-se, na verdade, de uma marcha atlética: longa, extenuante e tem de rebolar muito! Talvez, expectativa de juros de longo prazo mais baixa, referência para o financiamento das empresas, possa impulsionar a retomada. Enfim, tudo muito obscuro ainda.

De toda sorte, é característico dos movimentos do mercado acionário o exagero em altas e baixas, especialmente em momentos de grandes mudanças. Assim, os chamados ajustes e correções técnicas são corriqueiras, com maior ou menor frequência e amplitude, e este é definitivamente um daqueles momentos para o Ibovespa. Entretanto, saber exatamente o limite da correção é o que interessa aos investidores de longo prazo e sem crença no *market timing*. Por outro lado, a identificação “profissional” de empresas subavaliadas e associadas a retomada da atividade (com vantagens comparativas no setor) pode representar excelente oportunidade de posicionamento.

Por enquanto (no curto prazo) o céu parece de brigadeiro, o Ibovespa avançou 11,02% em Julho, sendo o melhor investimento no mês. Contudo, surpresas podem ocorrer e trazer volatilidade para o mercado...neste caso, melhor ser como Usain Bolt e correr rápido para sair de posições.



# Comentário Mensal da Gestão

JULHO 2016

Avenida Brigadeiro Faria Lima, 3900 – 10º andar

CEP 04538-132 São Paulo – SP

Tel. +55-11-2172.2600

Fax. +55-11- 3078.7264

[redwood@planner.com.br](mailto:redwood@planner.com.br)

[www.planner.com.br](http://www.planner.com.br)